

强烈推荐-A (维持)

特变电工 600089.SH

目标估值: 12.5-13.5 元
当前股价: 9.97 元
2017 年 08 月 29 日

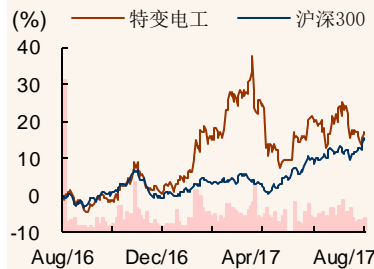
业绩稳健, 新能源产业与海外业务支撑中长期增长

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	371865
已上市流通股(万股)	371431
总市值(亿元)	371
流通市值(亿元)	370
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	60.9%
主要股东	新疆特变电工集团有
主要股东持股比例	12.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	3	18
相对表现	-7	-8	3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《特变电工(600089)——有望稳健增长, 新能源与海外 EPC 仍是长期驱动力》2017-04-27
- 2、《特变电工(600089) 年报点评: 业绩符合预期, 新能源与海外业务引领增长》2017-04-18
- 3、《特变电工(600089)——国内新能源与国际市场成为增长主要动力》2016-04-19

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

公司发布 2017 年中报: 公司上半年实现收入、归上利润、扣非利润分别为 180.2 亿、13.6 亿、12.9 亿; 同比增长 0.5%、12.3%、19.8%, 公司业绩符合预期。上半年公司毛利率上升 4.1 个百分点, 主要因为业务结构改善, 毛利率相对较高的变压器、新能源业务占比提升, 新能源电站并网, 对利润也产生了一定贡献; 海外 EPC 业务受施工及确认进度影响虽有所下滑, 但公司海外布局早, 受益于一带一路, 中长期来看, 新能源业务与海外 EPC 仍是公司发展主要驱动力。

- **业绩符合预期:** 公司上半年实现收入、归上利润、扣非利润分别为 180.2 亿、13.6 亿、12.9 亿; 同比增长 0.5%、12.3%、19.8%, 业绩基本符合预期。公司综合毛利率 23.3%, 较上年同期显著提升 4.1 个百分点, 主要因为毛利相对较高的变压器和新能源业务上半年表现良好, 而低利润率的贸易业务萎缩较多, 业务结构性改善。公司财务费用, 资产减值损失有较大波动, 对利润有一定影响; 营业外收入波动主要是新的财务准则变化所致。此外, 新特能源利润增长, 少数股东损益有明显增加。
- **传统业务良好, 海外 EPC 业务是中长期重要增长来源。** 上半年公司传统制造业务表现良好, 变压器收入增长 17%, 且毛利率提升近 1%, 对公司收入及利润都有显著提升作用, 可能与特高压直流交货有关。虽然受施工及确认进度影响, 海外业务有所下滑, 但公司海外业务具备优势, 且在一带一路沿线已有较好布局, 中长期仍是公司持续发展的重要支撑。
- **新能源业务贡献超预期。** 上半年公司新能源产业收入同比增长 2.7%, 但毛利率大幅提升 7.75 个百分点, 达到了 30% 的水平, 受益于多晶硅销量的增加, 新能源产业已经成为了公司利润占比最大的子板块。此外公司自营的新能源电子并网发电, 电费收入 2.6 亿, 上半年新能源板块贡献超预期。公司在多晶硅料制造领域有一定竞争力, 预计未来该业务有可能继续超预期。
- **中期仍将保持较重的资产结构, 有望稳健增长:** 公司固定资产 196 亿元, 在建工程约 63 亿, 中期仍将保持较重的资产结构, 公司煤炭(以及部分电厂、新能源电站)、金矿等资源类业务投入较大, 未来有望逐步产生贡献。综合公司业务现状, 预计稳健增长有望持续, 调整目标价为 12.5-13.5 元。
- **风险提示:** 重资产投入不能产出, 海外业务出现坏账。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	37452	40117	44342	50135	56497
同比增长	4%	7%	11%	13%	13%
营业利润(百万元)	1907	2641	3196	3742	4338
同比增长	13%	39%	21%	17%	16%
净利润(百万元)	1888	2190	2611	3006	3440
同比增长	14%	16%	19%	15%	14%
每股收益(元)	0.51	0.59	0.70	0.81	0.93
PE	19.6	16.9	14.2	12.3	10.8
PB	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、业绩符合预期.....	3
2、传统业务良好，海外 EPC 业务是中长期重要增长来源.....	5
3. 光伏 EPC 龙头，新能源产业链表现强势.....	7
4. 重资产结构延续，稳健增长有望实现.....	8

图表目录

图 1：特变电工历史 PE Band.....	9
图 2：特变电工历史 PB Band.....	9
表 1：业绩摘要.....	3
表 2：公司现金流指标.....	4
表 3：公司盈利能力指标.....	4
表 4：公司收入与周转情况.....	4
表 5：公司收入及采购情况（单位：亿元）.....	4
表 6：公司分业务收入情况.....	5
表 7：分业务毛利率情况.....	5
表 8：子公司收入情况（百万元）.....	6
表 9：子公司净利润情况（百万元）.....	6
表 10：母公司利润表情况（百万元，母公司主要为变压器等业务）.....	6
表 11：我国对外承包工程业务完成营业额电力行业前十企业（单位：亿美元）.....	7
表 12：可比公司经营情况对照（以 2016 年报数据对比）.....	7
表 13：公司光伏产品产能及扩产情况.....	8
表 14：公司光伏板块收入拆分.....	8
表 15：光伏电站开发（BT）重要参考信息（单位 万元）.....	8
表 16：公司经营情况分析.....	9
表 17：公司负债情况.....	9
表 18：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）.....	9
附：财务预测表.....	10

1、业绩符合预期

公司上半年实现收入、归上利润、扣非利润分别为 180.2 亿、13.6 亿、12.9 亿；同比增长 0.5%、12.3%、19.8%，业绩基本符合预期。

利润率显著提升：公司综合毛利率、净利率分别为 23.3%、9.5%，毛利率较上年同期显著提升 4.1 个百分点，净利率也提升 1.7 个百分点。主要因为毛利相对较高的变压器和新能源业务上半年表现良好，而低利润率的贸易业务同比下滑较明显，公司业务结构性改善。虽然公司销售费用与管理费用率略有下滑，但受汇兑损益影响，财务费用率提升 0.9 个百分点，此外新特能源利润增长，使得少数股东损益有明显增加，因此净利率提升幅度小于毛利率。

税金及附加：公司本报告期税金大幅增加主要是统计口径问题，自去年 5 月 1 日后，公司将部分原计入管理费用的款项调整至税金部分（主要为房产税、土地使用税、车船使用税和印花税），使得本报告期税金大幅增加。

投资收益与资产减值损失：投资收益与资产减值损失与去年相比同样增幅较大。公司对参股公司新疆众和按权益法并表，增加了投资收益。而资产减值损失，主要因去年长期应收款回款后冲回致使基数为负，由此使得本报告期该项目有较大涨幅。

其余量分析。报告期内公司经营回款增加，经营活动现金流净额增长近 3 倍；经营净现金与净利润的比例也显著高于去年同期。受业务季节性特性影响，上半年赊销比仍然处于较高水平。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2015	2016	同比变动 (%)	16H1	17H1	同比变动 (%)
营业收入	37,452.0	40,117.5	7.1	17,929.4	18,026.6	0.5
销售税金	198.6	311.3	56.7	103.2	192.6	86.6
营业成本	30,705.5	32,818.3	6.9	14,484.8	13,821.8	(4.6)
毛利润	6,547.8	6,987.8	6.7	3,341.4	4,012.2	20.1
销售费用	1,784.4	1,915.9	7.4	838.9	777.6	(7.3)
管理费用	1,809.5	1,889.6	4.4	860.6	834.3	(3.1)
经营利润	2,953.8	3,182.4	7.7	1,641.8	2,400.4	46.2
资产减值损失	466.8	222.1	(52.4)	(42.6)	168.7	(496.5)
公允价值变动收益	0.0	0.0		0.0	0.0	
财务费用	636.8	399.3	(37.3)	218.2	381.8	75.0
投资收益	56.5	80.4		35.1	63.7	81.7
营业外收入	522.4	387.0	(25.9)	156.4	100.1	(36.0)
营业外支出	60.4	37.9	(37.3)	10.5	14.1	33.3
利润总额	2,368.8	2,990.5	26.2	1,647.1	1,999.6	21.4
所得税	343.6	484.3	40.9	245.5	288.9	17.7
税后净利润	2,025.1	2,506.2	23.8	1,401.6	1,710.7	22.1
少数股东权益	137.6	315.8	129.6	188.4	348.3	84.9
归母净利润	1,887.5	2,190.3	16.0	1,213.2	1,362.4	12.3
扣非后归母净利润	1,501.5	1,896.4	26.3	1,076.0	1,289.4	19.8
主要比率 (%)						
毛利率	18.0	18.2	0.2	19.2	23.3	4.1
销售费用率	4.8	4.8	0.0	4.7	4.3	(0.4)
管理费用率	4.8	4.7	(0.1)	4.8	4.6	(0.2)
财务费用率	1.7	1.0	(0.7)	1.2	2.1	0.9

(人民币, 百万)	2015	2016	同比变动 (%)	16H1	17H1	同比变动 (%)
经营利润率	7.9	7.9	0.0	9.2	13.3	4.2
税后净利率	5.4	6.2	0.8	7.8	9.5	1.7
所得税率	0.9	1.2	0.3	1.4	1.6	0.2

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司现金流指标

	2013	2014	2015	2016	15H1	16H1	17H1
赊销比	25.0	29.3	32.1	29.0	63.1	76.0	82.3
经营现金收入/营收比	88.6	95.3	96.8	103.0	89.2	98.8	105.7
经营净现金/净利润比	134.0	-83.8	109.0	120.5	68.5	17.5	76.5
自由现金/净利润比	-63.7	-182.7	-38.4	-98.6	-52.6	-215.0	-69.1

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司盈利能力指标

	2014	2015	2016	16H1	17H1
ROE	9.66	9.33	9.94	5.66	5.29
ROA	3.29	3.13	3.45	1.89	2.15
ROIC	4.33	4.21	4.34	2.39	2.45

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司收入与周转情况

	2013	2014	2015	2016	16H1	17H1
收入	29,174.7	36,074.8	37,452.0	40,117.5	17,929.4	18,026.6
固定资产	16,881.7	17,933.5	17,459.2	19,323.8	17,491.7	19,644.7
无形资产	2,439.4	3,608.5	3,359.5	3,417.7	3,248.2	3,301.9
在建工程	1,977.4	928.3	2,937.4	5,731.5	4,642.9	6,264.7
收入/固定与无形资产 (倍)	1.5	1.7	1.8	1.8	0.9	0.8

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 公司收入及采购情况 (单位: 亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016
收入	203.25	291.75	360.75	374.52	401.17
采购支出	162.2	238.7	264.3	394.2	349.0
采购支出/收入	80%	82%	73%	105%	87%

资料来源: 公司公告、招商证券

2、传统业务良好，海外 EPC 业务是中长期重要增长来源

上半年公司三大板块：传统制造业务表现良好，新能源产业链突出，海外 EPC 有所下滑。

表 6：公司分业务收入情况

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	16H1	17H1
营业收入	291.75	360.75	374.52	401.17	179.29	180.27
YoY	43.5%	23.7%	3.8%	7.1%	-3.6%	0.5%
变压器	99.53	101.42	96.24	96.70	41.97	49.01
YoY	10.2%	1.9%	-5.1%	0.5%	-14.1%	16.8%
新能源产业及配	51.79	71.64	88.46	102.13	46.51	47.75
YoY	111.7%	38.3%	23.5%	15.5%	27.4%	2.7%
电线电缆	60.29	58.32	51.74	54.26	29.55	31.06
YoY	30.0%	-3.3%	-11.3%	4.9%	7.3%	5.1%
输变电成套工程	29.23	34.88	59.57	51.60	33.21	23.71
YoY	41.3%	19.3%	70.8%	-13.4%	28.6%	-28.6%
贸易	30.22	68.88	49.95	67.80	19.93	15.10
YoY	176.7%	127.9%	-27.5%	35.7%	-47.3%	-24.2%
煤炭	-	9.02	11.41	13.65	4.98	7.78
YoY	-	-	26.5%	19.6%	-4.4%	56.2%
电费	-	4.08	3.76	3.94	1.14	2.65
YoY	-	-	-7.8%	4.8%	-46.5%	132.5%
其他主营业务	9.88	2.42	3.20	3.04	0.23	0.36
YoY	141.6%	-75.5%	32.2%	-5.0%	-	56.5%
其他业务	10.81	10.10	10.20	8.06	1.78	2.85
YoY	69.4%	-6.6%	1.0%	-21.0%	-14.8%	60.1%
地区						
中国大陆	242.30	286.95	283.55	331.41	139.82	149.16
YoY	44.6%	18.4%	-1.2%	16.9%	-2.5%	6.7%
国外	38.63	63.70	80.76	61.70	37.70	28.26
YoY	31.8%	64.9%	26.8%	-23.6%	-6.6%	-25.0%

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：分业务毛利率情况

单位，%	2013	2014	2015	2016	16H1	17H1
毛利率	16.18	17.02	18.01	18.19	19.21	23.33
变压器	23.93	24.48	23.47	25.01	25.19	26.08
新能源产业及配	10.31	18.59	18.96	19.75	22.31	30.06
电线电缆	9.48	9.28	11.49	14.37	11.79	9.43
输变电成套工程	22.57	28.09	20.57	21.59	20.46	26.31
贸易	2.77	1.04	2.23	1.99	3.62	4.64
煤炭	-	24.53	34.87	31.80	34.51	33.56
电费	-	36.19	41.94	26.87	0.37	46.11
其他主营业务	35.69	45.99	43.45	54.73	32.12	27.53
其他业务	12.60	25.10	18.21	15.90	39.69	39.08
地区						
中国大陆	15.96	16.81	17.65	18.19	-	22.93
国外	18.56	16.67	19.25	18.49	-	23.83

资料来源：公司公告、招商证券

变压器收入增长 17%，且毛利率提升近 1%，对公司收入及利润都有显著提升作用。根据公司披露，变压器业务的好转主要因为公司开拓市场更加积极，同时加强了成本管控。变压器作为公司优势板块，具备较强竞争优势。

表 8：子公司收入情况（百万元）

主营产品		2013	2014	2015	2016
衡变	变压器/电抗器	3,895.8	4,819.6	5,702.2	5,378.9
沈变	变压器等	6,716.5	7,170.7	5,693.1	6,639.5
天津特变	变压器	613.1	872.8	545.6	659.8
新特能源	多晶硅/新能源工程	1,207.3	2,514.9	9,500.2	12,018.8
鲁能泰山电缆	电线电缆	2,865.4	2,831.1	2,442.1	2,835.6
特变德阳电缆	电线电缆	1,719.1	2,289.4	2,365.9	2,455.7
天池能源	煤炭	890.7	1,806.8	1,497.8	1,415.4
杜尚别矿业	金矿	353.4	743.1	25.6	0.0

资料来源：公司资料、招商证券

表 9：子公司净利润情况（百万元）

当前持股比 (%)		2013	2014	2015	2016
衡变	100	217.1	287.0	330.0	332.0
沈变	100	325.4	254.3	21.3	188.9
天津特变	55	23.6	29.0	(3.9)	(3.1)
新特能源	60.24	82.2	446.6	619.1	805.0
鲁能泰山电缆	88.99	52.4	(112.5)	(19.6)	16.2
特变德阳电缆	84.61	9.8	27.6	15.4	35.6
天池能源	85.78	31.7	73.7	67.3	98.2
杜尚别矿业	70	5.6	89.1	(85.7)	(67.9)

资料来源：公司资料、招商证券

表 10：母公司利润表情况（百万元，母公司主要为变压器等业务）

	2012	2013	2014	2015	2016
收入	6,822.4	7,913.1	8,330.8	10,414.1	8,610.7
营业总成本	6,329.5	7,317.9	7,658.8	9,351.1	7,504.2
营业成本	5,628.6	6,496.6	6,768.5	8,521.0	6,909.6
营业税金及附	23.7	24.0	30.7	31.4	49.5
销售费用	345.6	363.8	364.8	343.4	332.5
管理费用	241.0	239.5	404.3	471.0	487.0
财务费用	64.2	109.2	(60.5)	(70.3)	(136.9)
资产减值损失	26.4	84.8	151.0	54.8	(137.5)
其他经营收益	389.2	62.8	189.6	53.5	125.2
营业利润	882.2	658.0	861.6	1,116.5	1,231.6
利润总额	957.7	718.3	939.9	1,205.2	1,354.3
净利润	876.9	633.0	845.8	1,047.4	1,188.7

资料来源：公司资料、招商证券

新能源产业表现优异。上半年多晶硅料销售增加，公司加强成本管控，新能源产业虽规模小福提升，但利润率水平显著提升，此外增长较快的电费收入系新能源电站并网发电量增加，也可视为新能源产业链的贡献。

电线电缆业务虽收入有所增加，但受原材料影响利润率下滑。

贸易是公司利润率最低的业务，公司在“做优做精”战略的指引下，对该项业务规模有

所控制。

煤炭受供给侧改革影响，小型煤矿关闭，公司市占率提升，规模有所扩大。

上半年受施工及确认进度影响，海外 EPC 业务有所下滑，但公司加强了工程管控，海外业务毛利率提升了近 6 个百分点。公司海外业务具备优势，且在一带一路沿线已有较好布局，中长期看潜力较大，有望成为公司持续发展的重要支撑。

表 11：我国对外承包工程业务完成营业额电力行业前十企业（单位：亿美元）

排名	2014	2015	2016			
	企业	营业额	企业	营业额	企业	营业额
1	中国水电建设集团	62.82	中国水电建设集团	63.83	中国水电建设集团	56.73
2	中国葛洲坝	25.68	中国葛洲坝	26.19	中国葛洲坝	26.36
3	中国水利电力对外	15.20	中国水利电力对外	15.08	哈尔滨电气	14.93
4	东方电气	13.13	水利水电第十四工程局	12.39	山东电力基本建设	13.86
5	山东电力第三工程局	11.72	水利水电第八工程局	11.24	水利水电第十三工程局	10.17
6	上海电气	9.73	特变电工	10.75	水利水电第八工程局	9.52
7	国家电网	8.13	哈尔滨电气国际工程	10.29	中国水利电力对外	9.35
8	特变电工	8.10	山东电力建设第三工程	10.08	特变电工	8.89
9	上海贝尔	7.65	上海电力建设	8.52	水利水电第十四工程局	8.89
10	中国电力技术装备	7.63	水利水电第十工程局	8.29	国家电网	8.11

资料来源：商务部，招商证券

表 12：可比公司经营情况对照（以 2016 年报数据对比）

可比上市公司	原型	业务领域	海外市场占比%	工程总包业务收入（亿元）	毛利率%
中国机械工程	贸易	电力、交通、通信等	63.3	210.17	16.68
中工国际	贸易	制造及加工、交通、灌溉、电力等	92.8	74.87	21.71
中国交通建设	施工	交通、房屋建筑等	20.1	4299.72	13.47
葛洲坝	施工	电力、房屋建筑等	17.4	609.5	10.74
中国电建	施工	电力、交通、房屋建筑等	22.6	1969.74	11.49
中国铁建	施工	铁路、房屋建筑等等	5.2	5401.31	6.85
中国化学	施工	化工、煤化工、建筑、环保等	27.1	451.26	13.24
特变电工*	设备	电力	15.4	51.6	21.59

资料来源：公司数据，招商证券

3. 光伏 EPC 龙头，新能源产业链表现强势

公司多晶硅为西门子改良法技术，技术水平已国内领先，公司 2016 年出货量 2.28 万吨，产能利用率超过 150%，2016 年多晶硅产量位于国内企业第二，全球第四，市场份额较高，未来将继续投资扩大产能增加市场份额。

公司 EPC 龙头地位依旧：公司 2016 年实现 EPC 光伏装机 1.17GW，风电 210MW，公司光伏 EPC 规模已跃居国内第一。到年底，公司共持有光伏电站 530MW，风电场 149MW。在 EPC 拉动下，公司逆变器业务产量 2.67GW，规模跃居国内前列。

产业链集成竞争优势强：公司同时生产多晶硅、建设电站，在光伏产业的上游与下游均有较高的市占率，再辅以光伏系统集成管理方法形成极强的竞争力，因此预计公司未来的 EPC 电站装机量将进一步扩大，其光伏电站龙头的地位维持且其市占率仍将不断增加。

表 13：公司光伏产品产能及扩产情况

已有产能						
产品类别	产量	产能利用率	设计产能	工艺路线	环保投入(万元)	
太阳能级多晶硅	2.28 万吨	152.00%	1.5 万吨/年	改良西门子法	5,766.78	
逆变器 (含汇流箱, 一期)	2,667.46MW	177.83%	1,500MW	装配-检验-调试-包装	-	
在建产能						
产品类别	总投资额(万元)	设计产能	工艺路线			
逆变器 (含汇流箱, 二期)	13,515.16	2,300MW	装配-检验-调试-包装			
太阳能级多晶硅	65,834.00	建成后产能将 为 3 万吨/年	改良西门子法			

资料来源：公司公告，招商证券

表 14：公司光伏板块收入拆分

单位：千元	多晶硅生产	ECC	光伏硅片及	BOO	其他	抵销	总额
分部间收入总额	2,560,990	8,830,293	212,641	127,677	861,268	-591,566	12,001,303
- 分部间收入	-18,295	-398,283	-8,561	—	-166,427	591,566	—
= 来自外部客户	2,542,695	8,432,010	204,080	127,677	694,841	—	12,001,303
分部业绩	863,953	937,200	-75,506	91,077	179,448	—	1,996,172

资料来源：公司公告，招商证券

表 15：光伏电站开发 (BT) 重要参考信息 (单位 万元)

	初期	销售	期末	核准	出售总金额	对当期业绩影响	已出售电站单价 (元/瓦)	单位当期业绩影响较大 (元/瓦)	净利润率
容量 (MW)	539	149	530	800	125,481.71	34,184.01	8.42	2.29	27.2%
数量	18	5	19						

资料来源：公司公告，招商证券

4. 重资产结构延续，稳健增长有望实现

公司近几年在发电、多晶硅、资源类业务上的投入较大，但还没有进入产出期或者受行业因素影响，远未满产，这使得公司资产结构较重。

另一方面，公司从变压器、电线电缆制造转向工程服务，在国内大力发展新能源 EPC/BT 业务，BOT 业务比例提高；同时，在海外大力发展电力 EPC，在一带一路地区成功拓展市场。工程业务经营周期长，也加重了公司资产情况。

预计公司中期仍将保持较重的资产结构：目前公司有 62.6 亿在建工程，其中很大一部分是子公司新特能源的多晶硅扩产改造，另外很大一部分，还是自备电厂、风电场建设投入。因此，预计公司中期仍然会保持重资产的结构特点。

经营有望保持稳健发展：公司变压器竞争力领先，传统的变压器、电控等制造有望保持稳健增长；新能源业务的成本与技术优势逐步体现出来，未来新能源业务也将保持较快增长。公司的海外工程总包有一定波动，主要系工程确认进度影响，预计未来有望保持较快的增长。

综合公司业务态势，报告情况来看，后续有望保持比较稳健的增长。

表 16: 公司经营情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入(百万)	18,164.7	20,325.1	29,174.7	36,074.8	37,452.0	40,117.5
固定资产(百万)	7,232.0	9,319.3	16,881.7	17,933.5	17,459.2	19,323.8
无形资产(百万)	1,910.2	2,069.6	2,439.4	3,608.5	3,359.5	3,417.7
在建工程(百万元)	2,809.9	5,716.1	1,977.4	928.3	2,937.4	5,731.5
收入/固定与无形资产(倍)	2.0	1.8	1.5	1.7	1.8	1.8
薪酬总额估算(百)	1033	1185	1352	1827	2094	2270
员工人数(人)	14407	14345	14570	15488	16748	16299
人均薪酬(万元/人)	7.9	8.2	9.4	12.2	13.0	13.7
人均产值(万元/人)	139.5	141.4	201.8	240.0	232.4	242.8
收入薪酬比(倍)	17.6	17.2	21.6	19.7	17.9	17.7

资料来源: 公司资料、招商证券

表 17: 公司负债情况

	2012	2013	2014	2015	2016	16H1	17H1
负债率	64.6	68.5	64.5	64.9	63.4	66.4	60.9
短期借	1,404.8	2,419.4	5,343.0	6,192.8	5,376.8	6,671.2	6,513.6
长期借	5,501.0	7,338.1	6,276.6	7,247.1	9,676.9	8,667.2	10,981.7

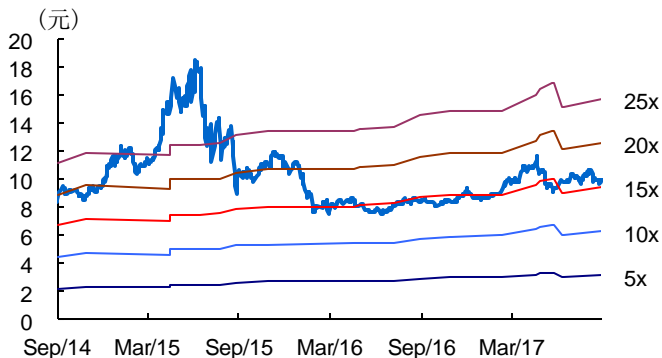
资料来源: 公司数据, 招商证券

表 18: 公司有先行意义的经营指标分析(百万元)

	2015	2016	同比(%)	16H1	17H1	同比(%)
预付款	3,018.2	2,268.4	(24.8)	2,817.0	2,817.0	(29.1)
预收款	4,506.7	4,734.6	5.1	5,615.9	5,615.9	10.2
存货	10,212.9	11,487.8	12.5	12,223.0	12,223.0	(7.9)
购买支付	30,768.7	34,472.9	12.0	15,357.3	15,357.3	0.4
修正后的购买支付	35,486.3	33,810.1	(4.7)	17,099.9	17,099.9	(5.2)

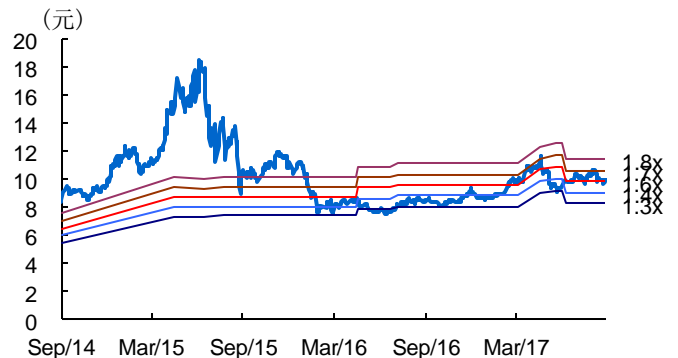
资料来源: 公司数据, 招商证券

图 1: 特变电工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 特变电工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	43645	42525	38587	45617	53019
现金	15017	15817	10319	13066	16617
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3227	3398	3599	4212	4706
应收款项	8804	8250	9116	10363	11478
其它应收款	702	640	707	800	901
存货	10213	11488	11688	13692	15474
其他	5682	2932	3159	3485	3843
非流动资产	26614	32468	31324	31171	31402
长期股权投资	1155	1223	1223	1223	1223
固定资产	17459	19324	21390	21605	22161
无形资产	3360	3418	3076	2768	2491
其他	4641	8504	5635	5575	5527
资产总计	70259	74993	69911	76788	84422
流动负债	35499	35613	26981	30403	34095
短期借款	6193	5377	7	0	0
应付账款	8882	9292	10221	11557	13023
预收账款	4507	4735	5208	5888	6636
其他	15918	16209	11545	12958	14436
长期负债	10091	11964	11964	11964	11964
长期借款	7247	9677	9677	9677	9677
其他	2844	2287	2287	2287	2287
负债合计	45590	47577	38945	42367	46059
股本	3249	3243	3719	3719	3719
资本公积金	7529	8239	8239	8239	8239
留存收益	10119	11710	14299	17233	20608
少数股东权益	3771	4224	4710	5230	5796
归属于母公司所有者权益	20898	23193	26257	29191	32566
负债及权益合计	70259	74993	69911	76788	84422

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2058	2639	5770	4667	5675
净利润	1888	2190	2611	3006	3440
折旧摊销	1233	1376	1644	1557	1426
财务费用	894	567	693	634	582
投资收益	(57)	(80)	(130)	(110)	(110)
营运资金变动	(1939)	(2310)	514	(884)	(168)
其它	40	896	439	464	505
投资活动现金流	(3711)	(3884)	(391)	(1317)	(1587)
资本支出	(2783)	(4799)	(500)	(1404)	(1657)
其他投资	(928)	915	109	87	70
筹资活动现金流	4183	1849	(10878)	(603)	(536)
借款变动	5519	2075	(10769)	(7)	0
普通股增加	9	(6)	475	0	0
资本公积增加	(78)	710	0	0	0
股利分配	(77)	(50)	(22)	(72)	(64)
其他	(1190)	(881)	(563)	(524)	(472)
现金净增加额	2530	603	(5498)	2747	3552

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	37452	40117	44342	50135	56497
营业成本	30706	32818	36099	40815	45994
营业税金及附加	199	311	344	389	438
营业费用	1784	1916	1896	2144	2416
管理费用	1810	1890	2040	2306	2599
财务费用	637	399	693	634	582
资产减值损失	467	222	205	215	240
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	80	130	110	110
营业利润	1907	2641	3196	3742	4338
营业外收入	522	387	400	400	400
营业外支出	60	38	38	38	38
利润总额	2369	2990	3558	4105	4700
所得税	344	484	570	665	764
净利润	2025	2506	2987	3440	3936
少数股东损益	138	316	376	434	496
归属于母公司净利润	1888	2190	2611	3006	3440
EPS (元)	0.51	0.59	0.70	0.81	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	7%	11%	13%	13%
营业利润	13%	39%	21%	17%	16%
净利润	14%	16%	19%	15%	14%
获利能力					
毛利率	18.0%	18.2%	18.6%	18.6%	18.6%
净利率	5.0%	5.5%	5.9%	6.0%	6.1%
ROE	9.0%	9.4%	9.9%	10.3%	10.6%
ROIC	5.2%	5.3%	8.0%	8.3%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	64.9%	63.4%	55.7%	55.2%	54.6%
净负债比率	24.5%	27.3%	13.9%	12.6%	11.5%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.3	3.0	3.1	3.2	3.2
应收帐款周转率	4.5	4.7	5.1	5.1	5.2
应付帐款周转率	3.8	3.6	3.7	3.7	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	0.59	0.70	0.81	0.93
每股经营现金	0.55	0.71	1.55	1.25	1.53
每股净资产	5.62	6.24	7.06	7.85	8.76
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	19.6	16.9	14.2	12.3	10.8
PB	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	23.1	19.9	15.3	14.3	13.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈术子：上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，主要研究工控自动化与信息化产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

龙云露：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。